

利率市场化改革的四维度分析

摘要

- **进程回顾：我国利率市场化改革的开启与推进。**上世纪 90 年代我国利率市场化改革正式开启，货币和债券市场的利率限制首先放开，之后是外币，此后逐步放开对存贷款利率的管制。目前，我国市场化利率体系主要由央行政策利率、市场基准利率和市场利率构成，政策利率向市场利率的传导路径较为明晰，基本实现了货币和债券市场的利率市场化，贷款利率市场化不断深入，但存款利率仍存在一定刚性。
- **他山之石：美国、日本和韩国利率市场化经验。**我国利率市场化开启时间较晚，历时较长。改革次序与国际经验大致相似，目前已进入改革的最后阶段。对比来看：上世纪 70-80 年代，美国推进存款利率市场化，采用先大额和长期，后小额和短期的顺序，影响上，短期存款利率快速上升，利差收窄，中长期利差趋于稳定，大额定存的比重逐步走高，银行更倾向于收益高风险大的资产，由于金融监管宽松，储贷危机在 1980 年代初爆发。日本的利率市场化主要发生在 1970s-1990s 期间，主要思路是“债券-货币-存贷款”，也呈现出先长期后短期、先大额后小额的特点，影响上，利率跟随经济周期波动，以下降为主要趋势，存贷利差不断收窄，银行不良资产风险累积，“金融脱媒”现象逐步显现，助长泡沫经济。韩国利率市场化发生在 1980s-1990s 期间，第一阶段激进的改革方式以失败告终，第二阶段提出渐进放松利率管制的四个步骤，影响上，存贷款利率逐步接近实际利率，短期市场利率均低于贷款利率接近存款利率，长期市场利率逐步下降，也使得韩国货币政策操作机制由货币总量导向型逐步转变为利率导向型。
- **阻碍与发展：利率市场化仍面临多重阻碍，关注未来三大推进方向。**目前，我国利率体系的“硬约束”已基本放开，但利率市场化进程中面临的主要问题在于“软约束”，如何形成真正的市场化利率是我国未来金融改革的重要方向。从面临的阻碍来看，一是，我国利率体系呈现市场分割的特点，二是，存款利率市场化过程中也面临着不少挑战，比如定价机制仍待完善等，三是，目前我国仍存在预算软约束的问题，部分市场主体存在非市场行为。从近期政策导向来看，改革加快推进的方向主要是：一，继续推动银行负债端成本下行，促进金融资源优化配置；二，完善 LPR 机制，发挥 LPR 改革的作用，推动实体融资成本继续下降；三，健全市场化利率形成和传导机制，加快培育市场基准利率。
- **风险与监管：利率市场化或增大金融风险，需强化金融监管以应对。**利率风险主要有重新定价风险、基差风险、收益率曲线风险和期权风险四类，为避免出现系统性风险，随着改革的深入金融监管也将有所增强。首先，或将强调商业银行的风险管理，其次，未来仍将加强对资本的有效监管，平台经济将在适应监管和规范后，依据监管层的“绿灯”指引有序开展业务，第三，将进一步强化互联网贷款业务的监管，提升金融监管数字化、智能化水平，云计算、区块链、大数据、AI 等技术有望扩大在金融监管层面的应用。
- **风险提示：**政策推进不及预期，利率风险超预期增大。

西南证券研究发展中心

分析师：叶凡
执业证号：S1250520060001
电话：010-57631106
邮箱：yefan@swsc.com.cn
联系人：刘彦宏
电话：010-55758502
邮箱：liuyan hong@swsc.com.cn

相关研究

1. 短期扰动不改修复之势——10月PMI数据点评 (2022-11-01)
2. 政策落实巩固复苏，海外衰退信号渐强 (2022-10-28)
3. 生产端向好明显，消费仍待改善——三季度经济数据点评 (2022-10-25)
4. 国内重大项目密集开工，海外风险波澜四起 (2022-10-21)
5. 守正致远，新征程的六大看点——“二十大”开幕式报告解读 (2022-10-18)
6. 剪刀差向上，核心CPI向下——9月通胀数据点评 (2022-10-17)
7. 国内政策蓄力中，海外经济风险增大 (2022-10-14)
8. 预期中与预期外的“好”——9月社融数据点评 (2022-10-12)
9. 房地产数据偏弱，肉类价格有所上涨——假日数据概览 (2022-10-10)
10. 国庆消费成绩出炉，海外继续放鹰 (2022-10-09)

目录

1 进程回顾：我国利率市场化改革的开启与推进	1
1.1 “货币—债券—外币—贷款—存款”逐步推进	1
1.2 贷款利率市场化不断深入，存款利率仍具有一定刚性	2
2 他山之石：美国、日本和韩国利率市场化经验	4
2.1 美国：存款利率逐步市场化，监管宽松导致储贷危机爆发	5
2.2 日本：改革历时长范围广，存贷款利率逐渐走低	7
2.3 韩国：激进的改革方式失败，四步骤渐进式改革成功	9
3 阻碍与发展：利率市场化仍面临多重阻碍，关注未来三大推进方向	10
4 风险与监管：利率市场化或增大金融风险，需强化金融监管以应对	12

10月26日，国务院办公厅表示要继续深化利率市场化改革，发挥存款利率市场化调整机制作用，释放LPR形成机制改革效能，促进降低企业融资和个人消费信贷成本。接下来，持续推进利率市场化仍是降低企业融资成本的关键。目前，我国已完成货币、债券和外币市场的利率市场化，正深入推进贷款利率市场化的改革，逐步打破存款利率刚性。我们对比了美国、日本和韩国的利率市场化经验，剖析其改革的步骤以及影响，结合当前我国利率市场化进程中存在的阻碍因素，指出未来的三大推进方向。利率市场化通常伴随着金融风险的增大，为防止出现系统性金融风险，客观上金融领域的监管也需进一步强化，监管的数字化、智能化或是未来监管体系的重点建设方向。

1 进程回顾：我国利率市场化改革的开启与推进

1.1 “货币—债券—外币—贷款—存款”逐步推进

在1993年明确利率市场化改革之前，我国一直采用的是利率管制方式，通过人为设定低利率来实现保护和扶持国有企业、农业对工业部门的补贴等，但在利率管制之下，资本产出的比率降低，产能无序扩张，同时中小民营企业融资困难，影子银行盛行，同时存款利率的僵化也导致资金脱媒现象出现。因此，上世纪90年代我国利率市场化改革正式开启，货币和债券市场的利率限制首先放开，之后是外币，此后逐步放开存贷款利率的管制。

货币市场和债券市场：2000年以前我国主要进行的是货币市场和债券市场的利率市场化改革。1996年，央行放开对银行间同业拆借市场利率的管制；1997年，银行间债券回购和现券的利率开始市场化；1999年，国债开始在银行间债券市场以利率招标方式发行。随着货币市场基准利率体系建设稳步推进，作为货币市场基准利率的Shibor于2007年开始正式运行，随后不断扩大其应用范围，基准性得到提升。7天期银行间同业拆借利率在上世纪90年代的改革初期开始下降，2007年后与Shibor走势大体一致，且波动并不受上下限限制。另外，在债券市场进行市场化改革后，国债收益率走势也不受限制，但大致与经济周期波动趋势相似。

外币市场：外币市场利率市场化按照先贷款和小额、后存款和小额的顺序推进。2000年央行正式放开金融机构的外币贷款利率，外币小额存款利率由银行间同业公会协商报央行批准实行，且300万美元以上的大额外币存款利率限制也逐步放开，标志着外币市场的利率市场化拉开序幕。2003年，放开境内英镑、瑞士法郎、加拿大元的小额存款利率管理，对美元、日元、港币、欧元小额存款利率实行上限管理，并取消小额存款的利率下限。2004年，1年期以上小额外币存款利率的限制也得到放开。

贷款利率：贷款利率的市场化改革是自上世纪90年代便开始起步，1998年小企业和农村信用社贷款利率浮动幅度扩大；1999年县以下金融机构、中小企业贷款利率浮动幅度也得到扩大。直到2002年，存贷款利率市场化改革开始试点，贷款利率的浮动幅度扩大到100%。2004年后，贷款利率市场化进入快速发展期，先放开贷款利率的上限，后放宽下限，2013贷款利率的限制基本放开；2013年，LPR集中报价和发布机制也正式开始运行，但那时大多仍是通过贷款基准利率定价，再套算为LPR加减点，利率双轨制并未得到根本性解决。2019年，LPR形成机制完成并开始推广运用，实现了贷款利率“两轨并一轨”，LPR的运行情况也纳入到了宏观审慎评估（MPA）的考核中，2020年存量浮动贷款利率开始逐渐向贷款定价基准转换，改革后的LPR进一步疏通了货币政策的传导，LPR逐渐取代贷款基准利率成为商业银行内部转移定价（FTP）的主要参考基准。

存款利率：存款利率改革主要经历了放开下限、放开上限以及自律管理三个阶段。2004 年开始实行人民币存款利率下浮制度；2012 年和 2014 年先后提高存款利率的上限，并且 2014 年对存贷款基准利率期限档次做了适当简并，不再公布五年期的定期存款基准利率；2015 年我国存款利率的上限全面打开，意味着存款利率管制基本放开，之后存款利率主要受到市场利率定价自律机制的管理；2020 年央行将结构性存款保底收益率纳入自律管理范围；2021 年优化存款利率自律上限的确定方式，将原来的“基准利率×倍数”改为“基准利率+基点”；2022 年 4 月，央行指导利率自律机制建立起存款利率市场化调整机制，参考以 10 年期国债收益率为代表的债券市场利率和以 1 年期 LPR 为代表的贷款市场利率，合理调整存款利率水平。10 月 26 日，国务院办公厅印发《第十次全国深化“放管服”改革电视电话会议重点任务分工方案》，表示将继续深化利率市场化改革，发挥存款利率市场化调整机制作用。

图 1：我国利率市场化历程

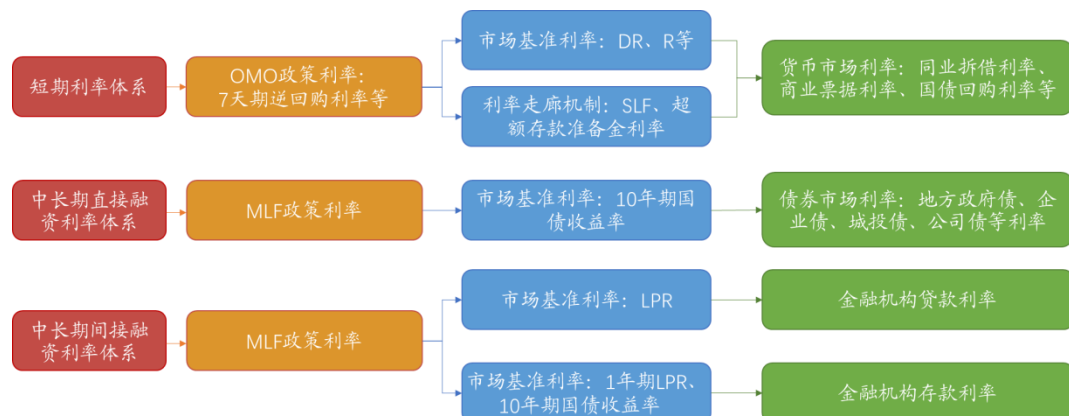


资料来源：中国金融年鉴，西南证券整理

1.2 贷款利率市场化不断深入，存款利率仍具有一定刚性

我国市场化利率体系主要由央行政策利率、市场基准利率和市场利率构成，政策利率向市场利率的传导路径基本明晰。短期利率方面，我国以 7 天期逆回购为代表的公开市场操作利率 (OMO) 作为短期政策利率，传导至以存款类金融机构质押式回购利率 (DR) 为代表的市场基础利率，从而作用于货币市场的利率。此外，为了避免短期利率波动过大，我国还采用了以常备借贷便利 (SLF) 利率为上限、超额存款准备金利率为下限的利率走廊机制；中长期方面，中期借贷便利利率 (MLF) 是作为中长期政策利率存在，贷款市场报价利率 (LPR) 按 MLF 利率加点方式形成，对信贷市场上的贷款利率形成指导作用，而存款利率主要依据 10 年期国债收益率和 1 年期 LPR，但目前存款利率市场化调整机制仍待进一步推进。同时 MLF 利率也作用于中长期国债收益率，债券市场的利率则主要参考 10 年期国债收益率。

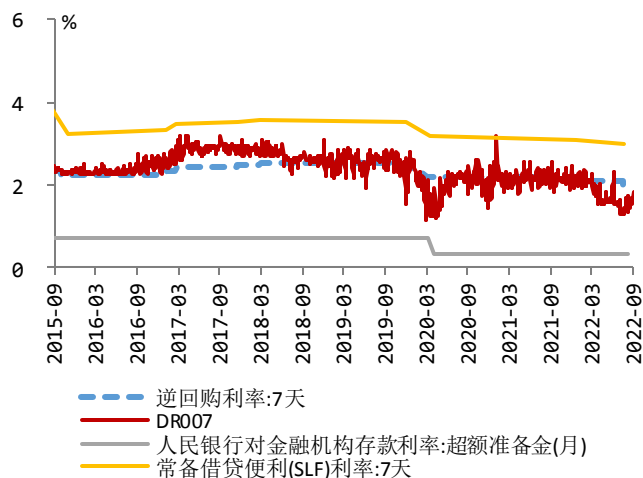
图 2：我国当前市场化利率体系



资料来源：中国人民银行、《我国利率市场化的演进、现状和趋势》，西南证券整理

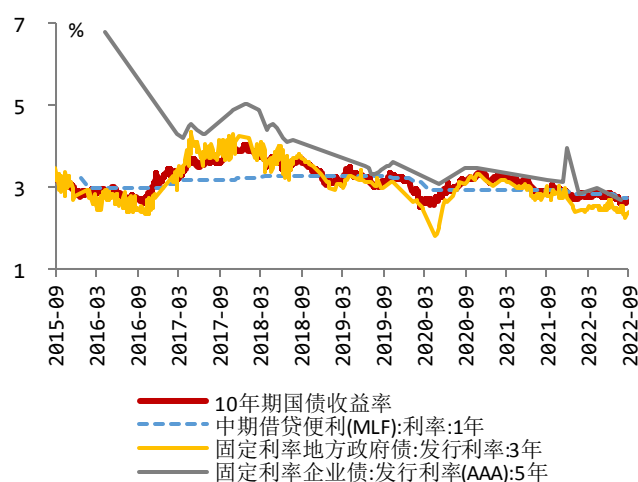
目前，我国基本全面实现货币和债券市场的利率市场化，贷款利率市场化不断深入，但存款利率仍存在一定刚性，市场化改革进入新的阶段。2022 年以来，我国经济面临较大的下行冲击，央行相继下调了 OMO、SLF 和 MLF 的政策利率，引导 LPR 下行。从各市场表现来看，货币市场利率随着逆回购利率的下调进入下行通道，政策利率传导效果较好。截至 11 月 1 日，7 天期逆回购利率年内下降 20bp 至 2.00%，DR007 较年初也已下降约 28bp 至 1.74%，低于政策利率，但 9 月以来随着需求回暖、MLF 减量，DR007 有向政策利率回归的趋势；从债券市场利率来看，MLF 利率分别于 1 月和 8 月下调 10bp 和 10bp，10 年期国债收益率也持续下探，较年初已下行 14bp 左右。在 10 年期国债收益率的调整下，地方政府债和企业债的利率也有所下降；贷款市场中，LPR 持续发挥改革效能，随着 MLF 利率下调，LPR 利率也随之调降，1 年期 LPR 分别于 1 月和 8 月下调 10bp 和 5bp，5 年期以上 LPR 分别于 1 月、5 月和 8 月下调 5bp、15bp 和 15bp。叠加货币政策在数量上的适度宽松，截至 6 月底，金融机构人民币贷款加权平均利率较去年年底已调降 35bp，与民间借贷利率差距也有所扩大；而存款利率仍然具有一定刚性，LPR 的下调对于存款实际利率的下降（存款平均付息率）尚未体现出太大作用，银行负债端成本偏高，一定程度上阻碍了市场利率的传导。

图 3：货币市场利率市场化基本完成



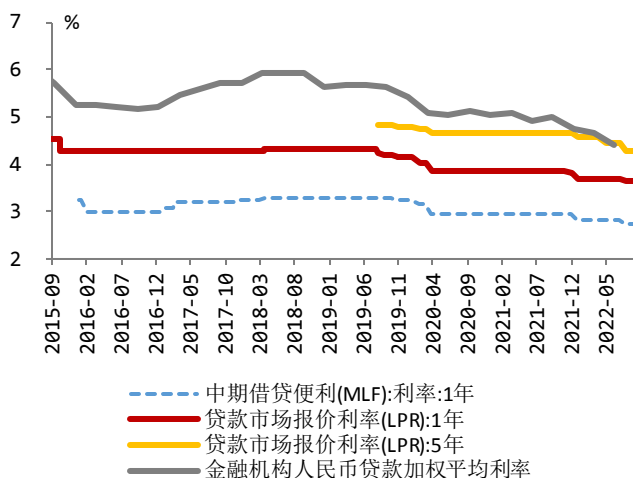
数据来源：wind、西南证券整理

图 4：债券市场利率主要以 10 年期国债收益率为参考基准



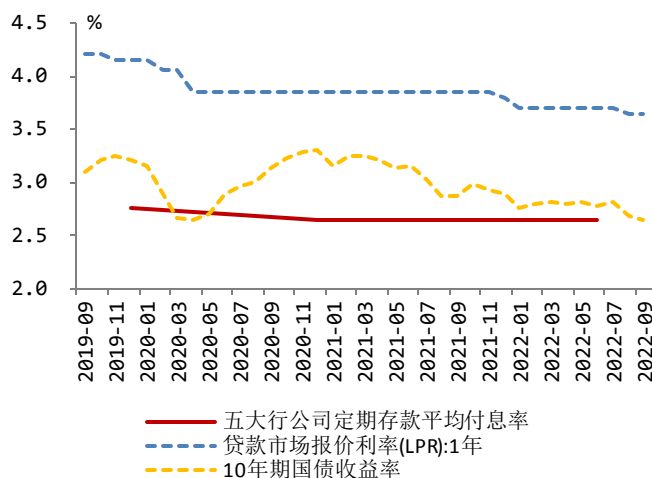
数据来源：wind、西南证券整理

图 5：贷款利率仍有下行空间



数据来源：wind、西南证券整理

图 6：银行负债成本仍有一定隐性下限



数据来源：wind、公司财报、西南证券整理

2 他山之石：美国、日本和韩国利率市场化经验

从我国利率市场化改革与国际对比来看，我国的利率市场化开启的时间晚于大多数发达国家，美、日、韩在上世纪 90 年代左右便完成了利率市场化的改革，而我国 1993 年才明确提出利率市场化，且改革持续至今。由于激进的利率市场化改革路径在国际上一般以失败告终，我国采取的是渐进式的改革。从改革时点来看，美、日、韩的利率市场化主要发生在上世纪 70-90 年代全球金融自由化的时期。除美国以外，日本和韩国均进行了债券、货币及银行存贷款的利率市场化改革。从改革的顺序来看，一般是先放开债券和货币市场利率的管制，为存贷款利率限制的放开提供参考，在存贷款利率放开的阶段，一般先放开贷款利率，然后推进存款利率的市场化，且呈现大额和长期优先、小额和短期次之的顺序（韩国却是先放开短期贷款利率），我国的利率市场化改革大致遵循这一顺序。从推进程度来看，韩国在 1997 年开始逐步放开了活期存款利率，美国 2010 年也废除不得对活期存款支付利息的规定，日本银行活期存款的利率目前仍未彻底市场化，我国目前进入到存款利率市场化的最后阶段。从影响来看，利率市场化后，各国存贷款利差波动加大，银行的风险偏好有所上升，若不施以严格的金融监管，短期内银行间的竞争料将加剧，或引发相关风险。从美、日、韩的经验来看，利率机制逐步完善后，存贷款利差中长期会趋于相对均衡的水平，表明利率市场化在中长期可以起到有效配置市场资源的作用。我国在利率市场化过程中现代金融监管体系持续完善，未来一段时期或维持较强金融监管力度，尽可能降低利率市场化所带来的短期风险扰动。

表 1：我国利率市场化进程及影响与国际对比

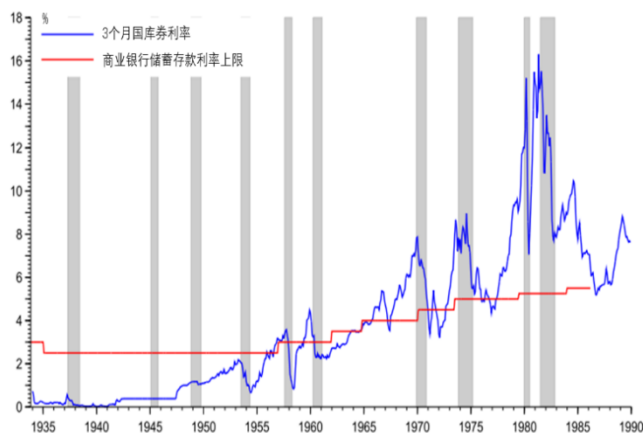
国际对比	中国	美国	日本	韩国
起止时间	1993 年至今	1980 年-1986 年	1977 年-1994 年	第一阶段：1981 年-1986 年 第二阶段：1991 年-1997 年
改革背景	市场经济快速发展，原先的利率管制出现弊端	1970s 石油危机爆发后，美国通胀水平攀升，存款利率滞后于市场利率的上行，银行存款流失	经济出现滞涨的问题，全球金融自由化浪潮掀起	韩国开始采取以市场为导向的经济管理政策，确立金融自由化目标
改革范围	基本完成债券、货币、外币市场的利率市场化，贷款利率市场化正深入推进，目前进入推进存款利率市场化的新阶段	美国利率市场化程度较高，改革的重点在于存款利率市场化	除银行活期存款外，实现债券、货币市场、银行存贷款利率市场化	逐步实现债券、货币市场，贷款和存款利率的完全市场化
改革思路	先外币，后本币；先贷款，后存款；先大额、长期，后小额、短期	存款利率市场化放开的顺序是先大额和长期，然后是小额和短期	债券市场-货币市场-银行存贷款，并且也呈现出先长期后短期、先大额后小额的特点	以存款利率、贷款利率及债券利率为范围，先贷款后存款、贷款利率先短期后长期、存款利率先长期后短期
利差变化	1993-1995 年贷款利率上行，随后总体呈下降态势	1982 年后存贷款利率波动下行，短期存贷利差收窄，之后保持平稳	利率以下降为主要趋势，存贷利差逐渐收窄	利率短期快速上行，中长期走低。利差短期扩大，利率下行时利差收窄，之后保持平稳
金融风险	我国金融监管力度不断加强	银行风险偏好提升，金融监管宽松，银行竞争加剧，储贷危机爆发	银行风险偏好提升，金融脱媒现象逐步显现，催生资产泡沫	利率自由化的同时，维持固定汇率制度，利率上升，国际套利行为激增，引发韩国金融危机

资料来源：《利率市场化国际经验及启示》、《日本利率市场化对中国的启示》、《韩国利率市场化改革对我国的启示》等，西南证券整理

2.1 美国：存款利率逐步市场化，监管宽松导致储贷危机爆发

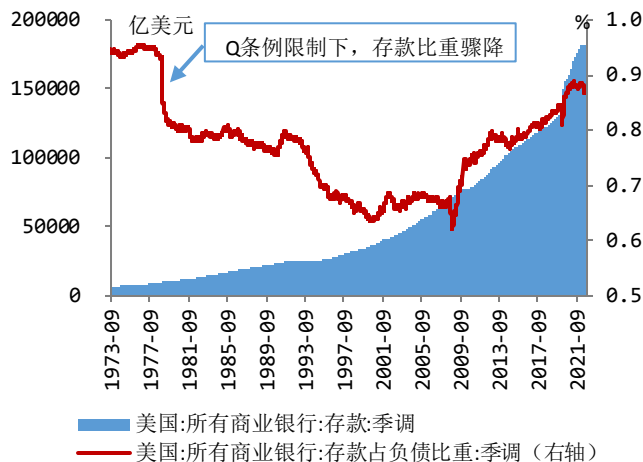
1970 年代石油危机爆发后，美国通胀水平攀升，货币市场利率也随之升高，但当时美国的存款利率仍在“Q 条例”的管制下难以上升（“Q 条例”是 1929 年经济大萧条后实施的金融管制条例之一，对银行储蓄和定期存款利率的上限进行了限制）。在这一背景下，储户转而寻求更高收益的投资渠道，商业银行存款流失严重，同时货币市场基金快速发展，进一步分流银行存款，也抑制了商业银行信贷投放的能力。为解决这一问题，美国开始进行存款利率市场化，放开的顺序是先大额和长期，然后是小额和短期。1980 年，《存款机构放松管制和货币控制法》出台，首先是提出在 6 年内逐步取消对定期存款和储蓄存款利率的上限，但活期存款依旧不得支付利息。随后，存款机构的资金来源得到扩大，比如提出所有存款机构都可为客户开立可转让支付命令的账户（NOW），参加存款保险的银行可为客户开立自动转账服务账户（ATS），这两个账户类似于有息的活期存款。另外，该法案还将联邦存款保险的保险额从 4 万美元提高至 10 万美元。但这一系列措施仍然无法抵御货币市场基金的竞争。1982 年《加恩—圣杰曼存款类机构法案》的出台加快了美国利率市场化的进程。该《法案》消除了储蓄资产持有的一些限制，促进实现更高的收益，比如为家庭创建了新的货币市场存款账户（MMDA），实现了存款利率和货币市场利率的联动，同时为企业和政府创建了超级 NOW 账户，利息均高于普通存款。另外，该法案还允许储蓄机构提供非住宅和浮动利率的抵押贷款。直至 1986 年取消 NOW 账户的利率上限，美国的利率市场化才正式完成。

图 7：Q 条例抑制美国存款利率的上行



数据来源：《Deposit interest rate ceilings as credit supply shifters: Bank level evidence on the effects of Regulation Q》、FRB，西南证券整理。注：阴影部分为 NBER 定义的经济衰退时期

图 8：Q 条例限制下商业银行存款占负债的比重下降



数据来源：wind，西南证券整理

从美国利率市场化的影响来看，主要有以下三方面：一，短期存款利率快速上升，利差收窄，中长期利差趋于稳定。在美国开启存款利率市场化前，存贷利差波动较大。1976年后，美国存贷款利率均呈现持续攀升的态势，但由于存款利率受到政策利率的限制，存贷利差快速扩大。1980 年存款利率市场化启动，存款利率快速升高，存贷利差缩小。1982 年左右存贷款利率均开始回落，存贷利差逐步回升。1986 年存款利率市场化完成后，存贷款利率回升，存贷利差短期也有收缩，但中期利差逐步扩大，尤其是在 90 年代，之后便逐渐处于相对稳定的水平；二，从银行资产负债结构来看，存款利率市场化遏制住了金融脱媒的现象，有利于商业银行吸收存款，商业银行存款占其负债的比重逐步企稳直至 1990 年代，其中，由于活期存款不计息，利率市场化程度较高的大额定期存款的比重逐步走高，资产端方面，1982 年后，短期内银行信贷中的投资类的比重有所上升，但银行信贷中的贷款类的比重有所下滑，主要由于存贷利差收窄使银行更倾向于收益更高的证券等资产，另外，由于银行风险偏好提升，投资方向更多向房地产等高风险、高回报领域倾斜，美国不动产抵押借款在 1980-1990 年代的比重也快速上行；三，储贷危机在利率市场化后爆发，美国储贷协会“借短贷长”的盈利模式使其在存款利率市场化后资金成本快速上升、市场竞争加剧、银行收益下降，再加上当时金融监管宽松，对银行资本的要求下降，储贷机构的经营范围不断扩大，使得金融风险迅速攀升。1982-1989 年储贷危机期间，美国银

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_48312

